

被低估的医疗服务领航者

公司深度

◆“医+药”双轮驱动，医疗服务更具爆发性

公司以医药起家，主要产品包括脉络宁系列产品、香菇多糖注射液、胃得安等160多个产品与品种。2003年公司试水医疗服务，先后收购宿迁医院、仪征医院和安庆医院，2013年“医+药”利润构成中，医疗服务利润占比38.75%。公司未来将战略布局医疗服务领域，通过发展医疗服务来推动公司高增长。

◆看好公司的三大理由：

1、**国企管理层激励机制变化，管理层有压力和动力推动公司业务增长。**压力是：公司大股东新工集团通过资产划拨转变成为直接控股股东，未来将加强对金陵药业业绩管理以达到集团20%的增长目标。动力是：金陵药业即将实施奖励基金制度，奖励基金要求公司业绩有增长，并且奖励基金与二级市场挂钩，这将使公司管理人员更加关心股东的利益和二级市场的股价。

2、**医疗服务是公司业绩增长支点。**一方面现有医院内生增长动力足，随着宿迁和仪征新院区投入运营，新收购安庆医院，未来预计可以实现利润30%以上的增长；另一方面，外延预期强，国家政策鼓励民营资本之风已刮向全国，公司作为当年宿迁医改试点的标杆企业（宿迁医院过去十年利润CAGR36%），“金陵+鼓楼合作医疗模式”已经打造出品牌和护城河，具备极强竞争力，在准入上，它的**国企背景和良好的医院经营口碑比其他民营机构更易突破准入壁垒**，在经营中，它依托鼓楼品牌及引进鼓楼人员技术，相比同区域同等级医院更具竞争力。

3、**大股东新工集团进行业务整合，公司资产注入可期。**今年8月，新工集团就同业竞争问题提出解决方案，大股东将通过资产收购、股权转让等途径将本公司持有的中山制药、白敬宇制药和艾德凯腾股权置入金陵药业或转让至无关第三方。我们认为收购集团资产的决定权更多地是在金陵药业，资产注入可期。

◆盈利预测与估值

我们预测公司14-16年EPS分别0.42、0.53和0.60元，我们分别按照制药和医疗服务定价，给予制药15年22倍PE，医疗服务15年60倍PE，合计总市值95亿，对应股本5.04亿股，目标价为18.80元，给予“买入”评级。

◆风险提示：脉络宁降价风险

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,305	2,606	2,837	3,139	3,472
营业收入增长率	2.12%	13.05%	8.89%	10.63%	10.60%
净利润(百万元)	144	156	214	266	305
净利润增长率	-13.10%	8.59%	37.21%	24.31%	14.57%
EPS(元)	0.28	0.31	0.42	0.53	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.76%	7.08%	9.16%	10.66%	11.42%
P/E	53	49	36	29	25
P/R	4	3	3	3	3

买入(首次)

当前价/目标价：15.11/18.80元

目标期限：6个月

分析师

江维娜 (执业证书编号：S0930513060003)

021-22169102

jiangwn@ebsecn.com

联系人

孙媛媛

021-22169123

sunny@ebsecn.com

市场数据

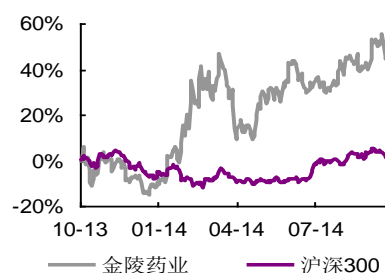
总股本(亿股)：5.04

总市值(亿元)：76.15

一年最低/最高(元)：8.27/15.48

近3月换手率：106.61%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.80	10.88	55.71
绝对	10.96	17.79	57.74

相关研报

投资要件

关键假设

1. 脉络宁 14-16 年收入增速 17.8%、15%和 8%，利润率分别为 19.00%、19.00%和 18.90%
2. 宿迁医院 14-16 年收入增速分别为 9.56%（14 年受新楼搬迁影响）、20%和 20%，利润率分别为 12.20%、12.70%和 13.20%
3. 仪征医院 14-16 年收入增速分别为 7.7%（新院区培育期）、25%和 30%，利润率分别为 4.40%、5.60%和 6.10%
4. 安庆医院我们假设 15 年收购落地开始并表，15-16 年收入分别为 2.3 亿和 2.5 亿，利润率分别为 6.50%和 7.20%

我们区别于市场的观点

1、市场认为公司为国企，管理机制不灵活，未来增长缺乏动力。我们认为公司的管理机制已经出现变化，未来几年管理层有压力和动力推动公司业务增长。压力是：公司大股东新工集团通过资产划拨转变成直接控股股东，未来将加强对金陵药业业绩管理来达到集团收入平均增长 20%的目标。动力是：金陵药业即将实施奖励基金制度，奖励基金要求公司业绩连年增长，并且奖励基金与二级市场挂钩，将使公司管理人员更加关心股东的利益和二级市场的股价。

2、市场认为宿迁医院规模较大，内生乏力，且面临新建公立三甲医院竞争。我们认为，宿迁市医疗需求潜力大，医院医疗服务量总体保持 15%以上增速，宿迁医院作为当地名气最大的医院，随着新大楼运营，两倍诊疗产能释放，未来两年能保持利润 25%以上增长。从竞争对手看，宿迁人民医院依托鼓楼医院品牌，品牌影响力大于新建医院，新建医院病人分流有限。同时在人力资源方面，宿迁人民医院也不大可能有核心人才流失风险，因为宿迁人民医院里医生本身为事业编，福利保障相当于公立医院，薪酬机制和人才培育机制又较公立医院灵活，我们认为重要人员流失风险不大。

3、市场认为公司医疗服务外延不足。我们认为金陵药业能否外延看动力和能力，从动力看，参考第一点，公司为了寻求业绩增长，必将内生和外延两条腿走路，近期收购安庆医院就证明公司有动力进行外延。从能力看，公司完全具备外延的能力，“金陵+鼓楼”的合作模式已经打造出品牌护城河，具备极强的竞争力，在准入上它比其他民营机构更易突破准入壁垒，在经营中，它依托鼓楼品牌及引进鼓楼人员技术，比当地同等级医院更具吸引力。

股价上涨催化因素

管理层激励基金制度将激励管理层推动业绩增长

宿迁医院和仪征医院新大楼运营，安庆医院拟收购，业绩将持续高增长
公司继续外延

估值和目标价格

我们预测公司 14-16 年 EPS 分别 0.42、0.53 和 0.60 元，我们分别按照制药和医疗服务定价，给予制药 15 年 22 倍 PE，医疗服务 15 年 60 倍 PE，合计总市值 95 亿，对应股本 5.04 亿股，目标价为 18.80 元，给予“买入”评级。

投资风险

脉络宁降价风险

目 录

1、 管理机制新变化，未来增长可期	6
1.1、 公司是“医+药”双轨模式	6
1.2、 管理机制新变化，未来增长可预期	7
2、 医院内生增长动力足，外延将受益政策春风	8
2.1、 多轮驱动宿迁医院十年高增长，品牌护城河将续写辉煌	9
2.2、 仪征医院续写医疗服务篇章	17
2.3、 收购安庆医院显示公司外延步伐加快	17
2.4、 政策春风来袭，“金陵鼓楼”模式外延可期	18
3、 大股东新工集团有望进行业务整合，资产注入可期	23
4、 公司股价明显低估	25
4.1、 关键假设及盈利预测	25
4.1、 绝对估值	27
5、 股价驱动因素	28
6、 风险分析	28
7、 附录	28

图表目录

图 1：金陵药业部分子公司情况	6
图 2：公司各业务收入构成比	6
图 3：公司各业务利润构成比	6
图 4：金陵药业母公司收入、利润情况	7
图 5：金陵药业母公司毛利率情况	7
图 6：新工集团由实际控制人转变为直接控股股东	7
图 7：宿迁医院收入及净利润增长情况（万元）	9
图 8：宿迁市人民医院法人治理结构	11
图 9：鼓楼医院集团	12
图 10：鼓楼医院与宿迁市人民医院医生共享模式	12
图 11：宿迁市人民医院医生培养模式	12
图 12：宿迁医院净利润率情况	14
图 13：宿迁市人口老龄化趋势明显	15
图 14：宿迁市人均收入和医疗资产投资不断增长	15
图 15：苏北地区三甲医院分布情况	16
图 16：我国医疗资源与世界主要国家和地区比较（每千人口医院病床数）	18
图 17：我国医疗资源与世界主要国家和地区比较（每千人口医师数）	18
图 18：人口老龄化倾向明显	19
图 19：居民人均收入逐步增加	19
图 20：医保覆盖率提高	19
图 21：居民卫生健康意识逐步加强	19
图 22：社会资本办医符合多方利益诉求	20
图 23：金陵药业财务杠杆较低且现金流量较为稳定	21
图 24：新工集团旗下医药制造业务结构图	23
图 25：江苏省国有企业数量结构	28
图 26：江苏省国有资产总量结构	28
图 27：江苏省国有企业资产负债率情况	29
图 28：六大市属国有企业集团	29
图 29：新工集团医药集团结构	29
表 1：复星佛山禅城医院净利润增长情况（万元）	9
表 2：恒康医疗部分医院利润及利润增速情况（万元）	9
表 3：信邦制药肿瘤医院业绩增长情况（万元）	10
表 4：宿迁市医疗体制改革三步曲	10
表 5：宿迁医院股东情况	11

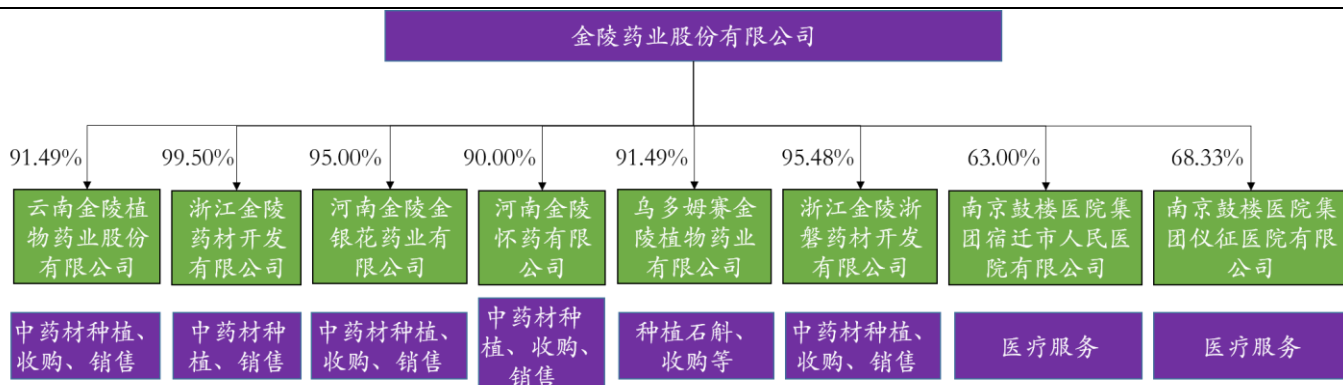
表 6：宿迁人民医院固定资产投入情况	13
表 7：宿迁市人均医疗服务资源尚低	15
表 8：宿迁市诊疗人次与入院人数情况	15
表 9：公司有潜力升级为三甲医院	16
表 10：仪征医院收购前后收入和利润情况（万元）	17
表 11：安庆石化医院基本情况	18
表 12：安庆市综合医院情况	18
表 13：政策鼓励社会资本办医，力度逐渐加大	20
表 14：医疗服务公司	21
表 15：收购医院以二级医院为主	22
表 16：江苏、安徽省部分二级医院情况	22
表 17：新工集团下属主要产品潜在竞争业务	23
表 18：白敬宇制药盈利情况（万元）	24
表 19：金陵药业研发投入情况（万元）	24
表 20：新工集团旗下医药研发能力情况	24
表 21：公司分业务 估值	26
表 22：中药公司 PE	26
表 23：医疗服务公司 PE	26
敏感性分析	27
估值结果汇总	28

1、管理机制新变化，未来增长可期

1.1、公司是“医+药”双轨模式

公司以医药起家，主要产品和品种有：脉络宁系列产品、香菇多糖注射液、胃得安、双香排石颗粒等 160 多个产品与品种。2003 年公司试水医疗服务，收购宿迁医院，2012 年收购仪征医院，2014 年拟收购安庆医院。

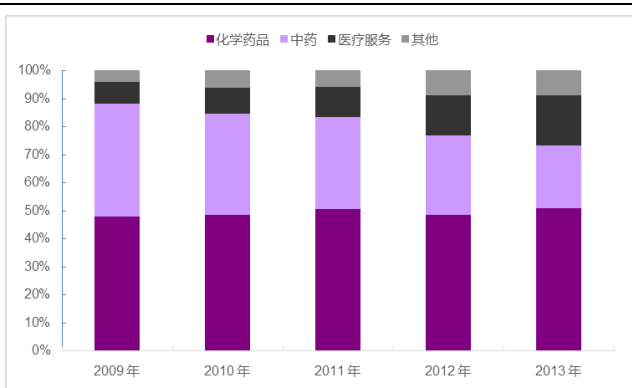
图 1：金陵药业部分子公司情况



资料来源：公司公告

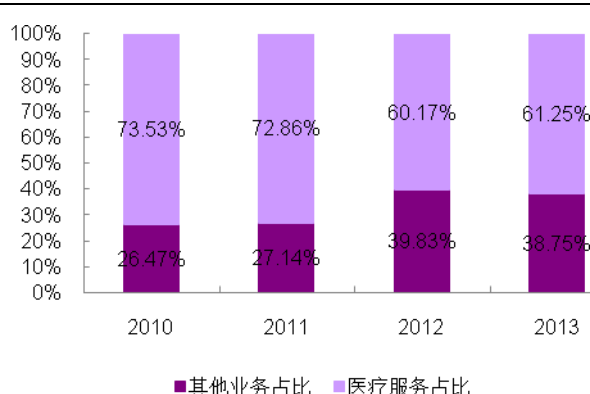
2013 年公司实现营业收入 26.06 亿元，同比增长 13.05%，净利润 1.9 亿元，同比增长 6.03%，从收入和利润结构来看，医疗服务占比在逐渐增加。2013 年“医+药”利润构成中，医疗服务占比 38.75%。公司未来的战略方向是布局医疗服务领域，通过发展医疗服务来推动公司高增长，我们预计医疗服务占比还将继续变大。

图 2：公司各业务收入构成比



资料来源：公司公告

图 3：公司各业务利润构成比



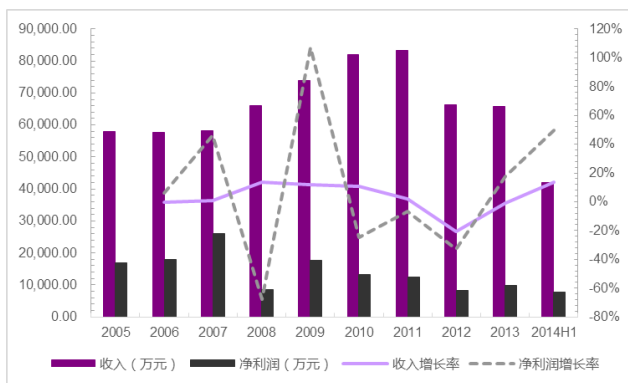
资料来源：公司公告

注：其他业务为扣非归母利润减去医疗服务归母利润所得

脉络宁注射液是当前金陵药业药品利润占比最大的部分。从增长来看，脉络宁一直保持稳定增长态势，2012 年，国家食品药品监督管理局提示脉络宁注射液引起严重过敏反应的问题，导致当年公司收入下降约 20%，之后 2013

年收入增速接近于零，到 2014 年上半年收入增速为 13.72%，利润增速为 36.68%，表明不良事件的影响逐渐消除，未来三年预计恢复性增长，增速 10%左右。从毛利率来看，2007 年 3 月，发改委调低了脉络宁注射液、脉络宁口服液的最高零售价，导致公司毛利率下降约 5 个百分点至 40%。我们预计脉络宁后期降价风险较小，其毛利率可稳定在 40%左右，因为脉络宁日均使用金额 20 元之间，远低于心脑血管中药注射液拳头产品血栓通的日均使用额 75 元，且其毛利率相对较低。

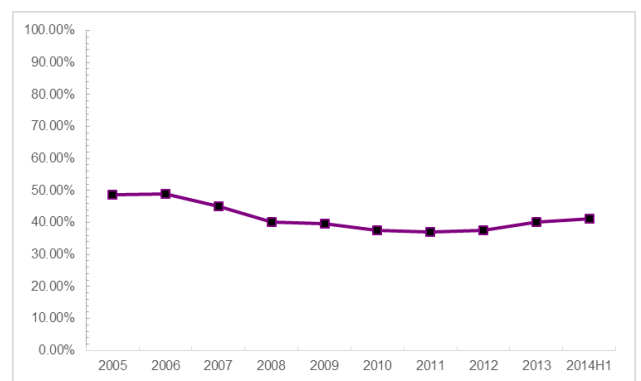
图 4：金陵药业母公司收入、利润情况



资料来源：公司公告

注：用母公司数据近似测算脉络宁注射液收入及利润增长情况

图 5：金陵药业母公司毛利率情况



资料来源：公司公告

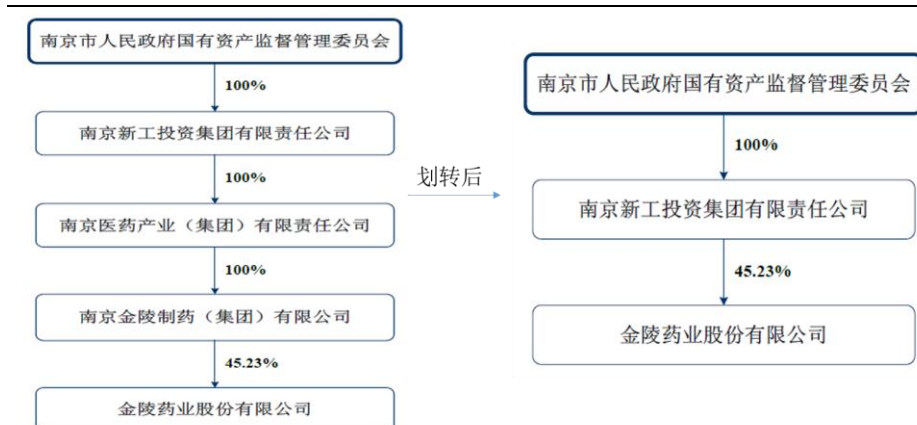
1.2、管理机制新变化，未来增长可预期

市场对金陵药业最大的分歧在于公司为国企，管理机制不灵活，未来的业绩增长缺乏动力，我们认为公司的管理机制已经出现变化，未来几年管理层将更积极推动业绩增长。

➢ 大股东管理效率提升，未来可能对公司业绩增长有一定要求。

2010 年南京市人民政府将南京医药产业（集团）有限责任公司的资产整体无偿划入新工集团，新工集团由此成为金陵药业实际控制人。2014 年 3 月，金陵集团将公司 45.23% 无偿划转至新工集团，新工集团由间接控股股东转变成为直接控股股东。该划转并没有导致实际控制人发生转变，但压缩了管理层级，有利于提升控股股东监管效率，14 年 6 月，公司董事选举变更，新工集团的两名高管新进入董事会，这些意味着大股东未来将直接关注金陵药业的发展和增长。

图 6：新工集团由实际控制人转变为直接控股股东



资料来源：公司公告

新工集团作为南京国资委下属投资公司，是全市产业发展和投资的重要平台，其规划到“十二五”期末，集团实现营业收入年度平均增长20%，重点企业高于同行业平均增长水平。金陵药业作为新工集团旗下三个上市公司之一，是集团实现目标的重要增长点。

➤ 奖励基金计划将激励管理层进一步推动公司业绩增长。

14年8月26日，董事会公告审议通过了《金陵药业股份有限公司奖励基金实施办法（暂行）》。奖励基金明确用于购买公司股票，这将使公司经营者及高级管理人员和股东形成利益共同体，有利于进一步调动公司经营者及高级管理人员工作的积极性。

公司奖励基金制度于2008年实施过一次，2008年公司提出08-10年净利润超过2005-2007三年的平均值时（均指扣除非经常性损益后的净利润），以超过部分为提取基数，按10%的比例计提奖励基金，计提额最多不超过当年净利润的5%；奖励对象收到奖励后，必需在三个月内通过二级市场全部用于购买公司股票，锁定期一年。08年自奖励基金制度实施以来，公司09年收入和利润增速分别达到9.94%和179.89%，显示激励基金对业绩提振作用较大。

此次新的奖励基金制度即将实施，这将提升管理层经营管理积极性，我们预期管理层将通过内生外延积极推动公司未来几年的业绩增长，并且因为奖励基金与二级市场挂钩，将使公司管理人员更加关心股东的利益和二级市场的股价，股东和管理层利益能形成一致。

2、医院内生增长动力足，外延将受益政策春风

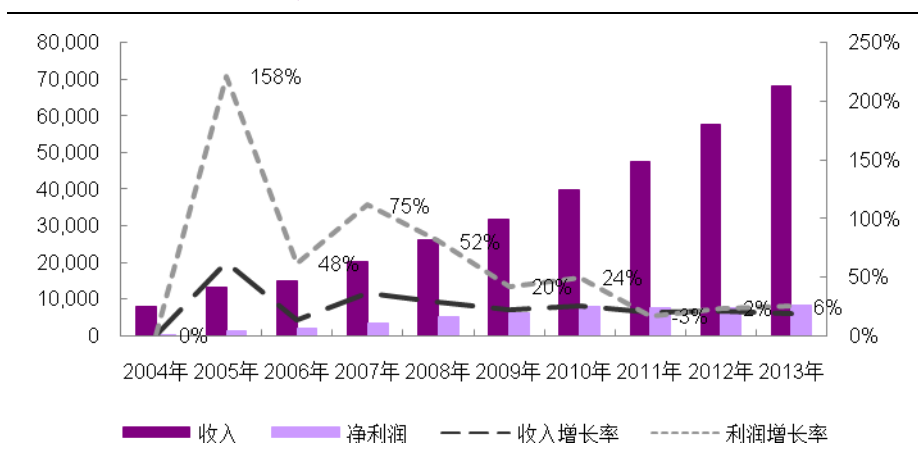
我们认为医疗服务是公司业绩获得高增长最主要的支点。金陵药业自收购宿迁医院和仪征医院以来，两家医院利润复合增速分别为36%和60%，随着两家医院新大楼运营，未来预计可以保持高增长。拟收购的安庆医院在公司管理输出下，未来预计也能保持高增速。

2.1、多轮驱动宿迁医院十年高增长，品牌护城河将续写辉煌

2003年，金陵药业（63%股权）、鼓楼医院（7%股权）、政府（30%股权）携手改制宿迁医院，至今，宿迁医院收入10年增长10倍（CAGR 26.75%），利润10年增长15倍（CAGR 36.08%）。随着医院业务规模的不断增长，医院影响力及等级也不断提升，2008年12月宿迁医院由原来的二级乙等医院升为三级乙等医院，而未来三年预计将升级为三甲医院。

过去十年，宿迁医院收入每年增速不低于20%，显示了公司强大而稳定的业务拓展能力。2010年前，宿迁医院利润增速一直高于收入增速，2010年因税收变化（由不缴纳所得税变为缴纳“25%/2”的企业所得税），利润增速开始慢于收入增速，我们预计随着后期盈利稳定及新大楼摊销费用占比减小，利润增速将和收入增速相平衡。

图7：宿迁医院收入及净利润增长情况（万元）



资料来源：公司年报

相比于同行其他民营医院，在新院区尚未稳定运营情况下，宿迁医院的高增长和增长的可持续性都堪称标杆。

表1：复星佛山禅城医院净利润增长情况（万元）

佛山禅城医院	2013年	2014年	2015年	备注
净利润	9000	10800	12960	禅城医院已经开始扩建
净利润增速		20.00%	20.00%	

资料来源：公司公告

注：14-15年数据为对赌协议数据

表2：恒康医疗部分医院利润及利润增速情况（万元）

	2012	2014E	2015E	2016E
平安医院肿瘤治疗中心		4500	5000	5500
增长率			11.11%	10.00%
蓬溪医院	365	2000	2200	2300
增长率			10.00%	4.55%

德阳医院	296	400	450	500
增长率			12.50%	11.11%
资阳医院	32.97	600	650	700
增长率			8.33%	7.69%

资料来源：公司公告

注：14-16 年业绩为对赌协议数据

表 3：信邦制药肿瘤医院业绩增长情况（万元）

信邦肿瘤医院	2013 年中报	2014 年中报
收入	22288.60	25687.95
增速		15.25%
利润	1231.87	2117.67
增速		71.91%

资料来源：公司公告

注：14 年上半年数据根据 14 年 H2 估算

2.1.1、外部环境与合作模式推动了宿迁医院的成功

高增长的背后，是外部环境及医院优良的经营合作模式共同作用的结果。

宿迁医院改制的外部环境可总结为“医疗需求是根基，医院生存是诉求，医疗政策改革是推手”。宿迁市原先是农业县，经济水平相对比较落后，2003 年财政赤字 7.05 亿元，全市 500 多万人口，医疗需求旺盛，却因医疗救治水平低下而被压制，当地病人遇到一些疑难杂症，只能到南京、上海等求医。为改善医院经营管理能力，2000 年宿迁市政府推行医疗体制改革。宿迁市人民医院是随着宿迁市医疗改革之风而被金陵药业收购。宿迁市人民医院始建于 1905 年，隶属于宿迁市卫生局。收购前是一家二级乙等综合性医院，该院共有 18 个病区，560 张床位，病床使用率不足 60%，在地区级医院中属于中等规模。医院只能看常见病，医院经营状况不断恶化，2000-2002 年连续亏损。

表 4：宿迁市医疗体制改革三步曲

改革阶段	改革方式	特点	改革标的
第一阶段 (2000 年)	院长持大股，内部职工平均持股	卫生院的内部关系陡然紧张起来，“气氛不好”	宿迁市下辖的沭阳县以条件好、中、差各挑选一家乡镇卫生院（即沂涛、南关、青伊湖 3 个乡镇卫生院）
第二阶段 (2001 年)	以净资产转让，无形资产竞拍	拍卖违背价值规律，溢价过高	包括沭阳县 23 个乡镇卫生院
	股份合作制	/	包括沭阳县 13 个乡镇卫生院
	兼并托管	/	包括沭阳县 2 个乡镇卫生院
第三阶段 (2002 年后)	资金、技术入股	宿迁模式：靠大靠外靠强	包括宿迁市人民医院

资料来源：百度文库

2003年，金陵药业出资7012万元从宿迁市政府收购了宿迁医院70%股权，当地国企宿迁市交通投资公司，代表政府保留30%股权。之后，南京市鼓楼医院以无形资产出资持股10%，参与新医院的管理，金陵药业和宿迁市交通投资的持股比例分别下降至63%和27%。这一股权结构一直持续至今。

收购完成后，优良的合作模式是推动宿迁医院持续增长的源动力。“金陵药业+鼓楼+政府”的合作模式为宿迁医院的长久发展带来了资金、管理、政策三方面的支持，各股东可以发挥各自特长，实现资本和技术的完美结合。

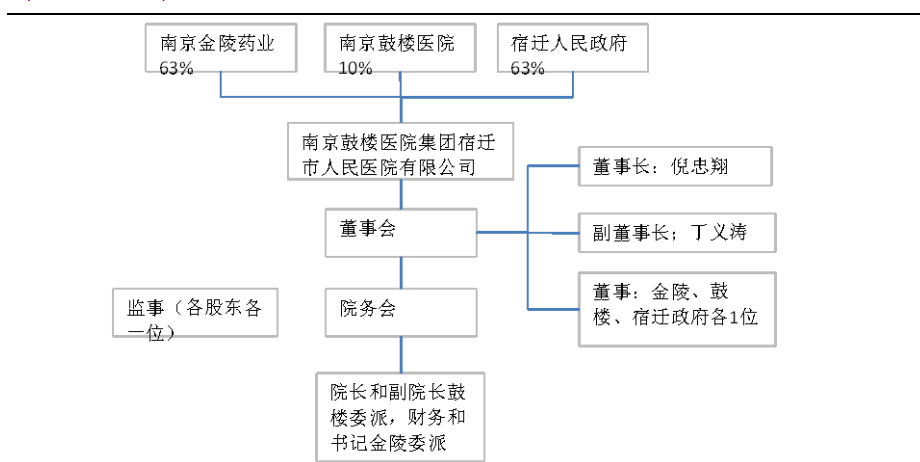
表 5：宿迁医院股东情况

股东	股权比例	股权模式
金陵药业	投资 7012.60 万元资金入股 63%	获得控股权
鼓楼医院	技术入股 7%	获取分红和 1% 的医院管理费
宿迁市交通投资有限公司	保留 30%	获取分红

资料来源：公司公告

改制后的宿迁市人民医院采用董事会领导下的院长负责制，根据上市公司的管理理念设立了董事会、监事会和院长，分别负责重大事项的决策、监督和执行。

图 8：宿迁市人民医院法人治理结构



资料来源：公司公告

医院合作模式具体分为以下三方面。

● 鼓楼医院品牌和管理输出，为医院带来大量客流

➢ 鼓楼医院品牌输出

鼓楼医院是辐射江苏、安徽地区最大最有名的医院之一，是国内最早成立的大型医院集团。在经历八年的松散型集团的运作过程后，2005年7月经南京市政府正式批准为独立的事业法人单位，实行董事会领导下的行政负责制。宿迁医院改制后更名为“南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院”，借力鼓楼品牌，获得了品牌效益，吸引了当地甚至周边的病人前来就诊。

图 9：鼓楼医院集团



资料来源：鼓楼医院官方网站

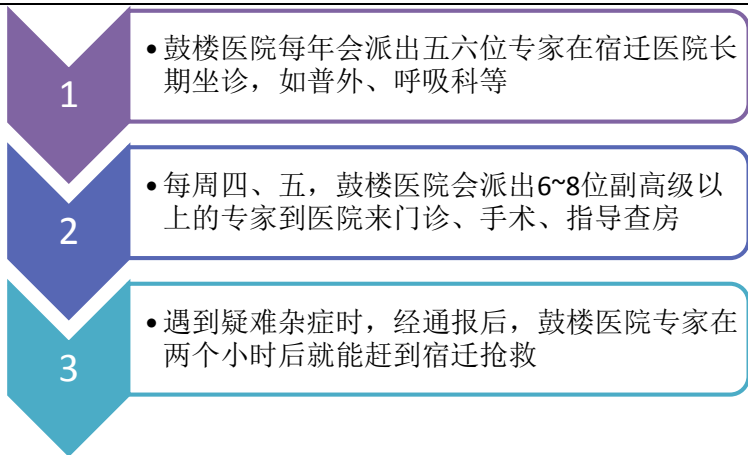
➤ 鼓楼医院管理经验输出

宿迁医院历届正副院长都是由鼓楼医院派出的领导专家担任。院长负责全面工作并侧重医疗方面的管理；这让鼓楼医院的技术优势和管理模式在很大程度上被移植到宿迁医院身上。目前鼓楼医院的核心科室包括心内科、呼吸科、普外、骨科等 11 个科室医学重点学科，这些科室都可以与宿迁医院形成良好对接。

➤ 鼓楼医院共享和培育医生队伍

鼓楼医院将自身的医生资源与宿迁医院共享，分为以下三种成熟模式，这三种模式从改制到现在一直承袭下来，宿迁医院的医疗水平也因此得以不断提升。

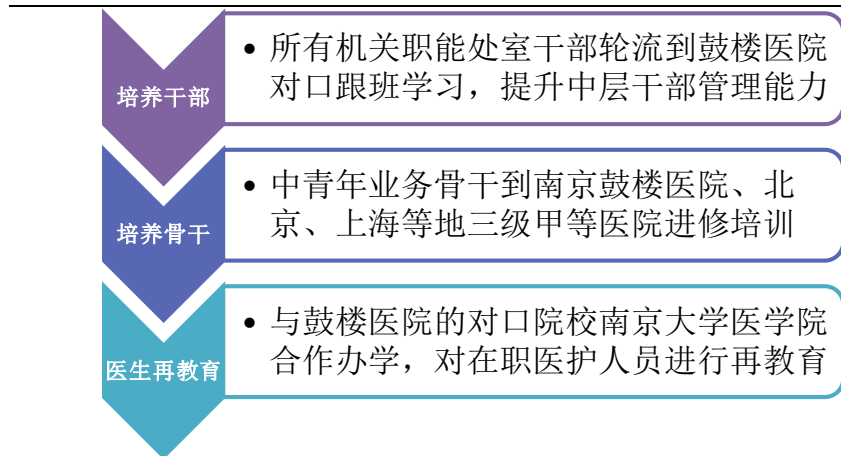
图 10：鼓楼医院与宿迁市人民医院医生共享模式



资料来源：公司公告

除了下派医生，鼓楼医院还带教和指导宿迁医院医生，为宿迁医院医生来源和技能提升提供了保障。

图 11：宿迁市人民医院医生培养模式



资料来源：公司公告

● **金陵药业财务投资，注入良好的运营和财务管理理念，不断提升公司利润率**

金陵药业向医院派驻财务总监和党委书记。书记负责行政、考核、对外协调等工作，财务总监由董事会任命，除了把握医院财务和资金之外，还对院长、书记的管理起到监督作用。金陵药业把企业财务管理概念引进宿迁医院，加强成本核算，提高医院运营效率，宿迁医院实现药品招标制度后，其药品、设备的采购价格均低于周边城市。在医院收入分配制度改革上，金陵药业也明确了以工作量为考核标准，提高了医院医生的服务质量和工作积极性。

此外，金陵药业控股宿迁医院后，对宿迁医院加强了投资，一方面投资大量高精尖仪器，提升医疗服务水平。另一方面新建大楼，解决产能瓶颈。

表 6：宿迁人民医院固定资产投入情况

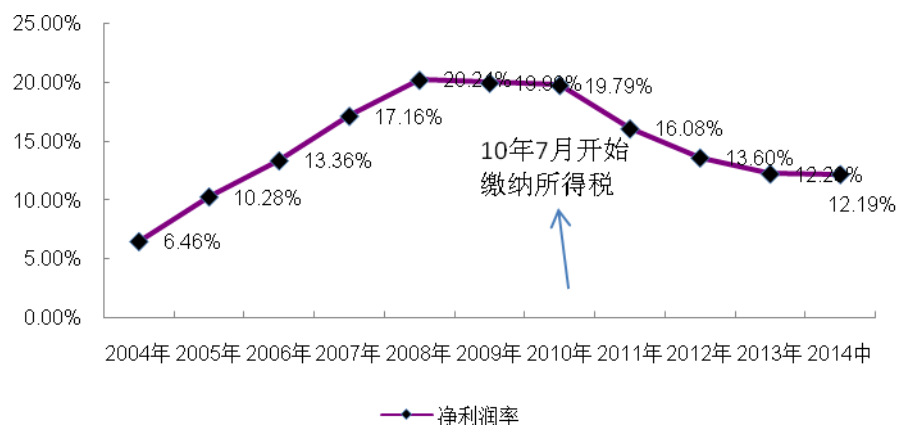
序号	品名规格	数量	产地	购入时间	使用科室
1	64 排 CT	1	德国西门子公司	2010.04	CT 室
2	1.5T 磁共振	1	德国西门子公司	2010.04	磁共振室
3	直线加速器	1	德国西门子公司	2005.08	放疗中心
4	4 排 CT	1	德国西门子公司	2005.08	CT 室
5	西门子迈迪特 0.35T 磁共振	1	深圳	2003.3	磁共振室
6	伽玛照相机 SPEC/CT	1	美国 GE 公司	2013.07	同位素
7	DSA	1	德国西门子公司	2010.04	心脏介入
8	800mA 数字遥控胃肠 X 光机	1	德国西门子公司	2005.08	放射科
9	数字化乳腺 X 光机	1	美国 HOLOGIC	2010.12	放射科
10	C 臂数字 X 光机带 DSA	1	西班牙	2005.08	放射科
11	彩超 HDI5000	1	飞利浦公司	2005.08	B 超室
12	彩超 S2000	1	德国西门子公司	2010.11	B 超室
13	全自动生化分析仪 AU6400	1	日本奥林巴司	2011.11	生化室
14	彩超 VIVD7	1	GE 公司	2011.1	B 超室 15
15	富士数字化影像系统	1	日本富士	2009.06	放射科

16	彩色多普勒超声诊断仪	1	上海	2008.12	B超室
17	全自动酶免工作站	1	威士达(上海)医疗设备有限公司	2013.04	检验科
18	制氧设备	1	浙江龙飞实业股份有限公司	2010.01	设备科
19	数字移动DR	1	日本佳能	2012.09	放射科
20	计算机放射成像系统	1	南京	2004.05	放射科
21	全自动生化分析仪-日立7170S	1	日本日立	2001.11	检验科
22	清石碎石系统	1	瑞士	2009.12	手术室
23	500mAX光机	1	德国西门子公司	2005.08	放射科

资料来源：宿迁人民医院官网

04-10年，随着公司运营能力的提升，利润率一直呈现不断上升趋势，2010年后因税收政策改变及筹建新大楼，利润率略有下降，但基本维持在稳定水平。

图 12：宿迁医院净利润率情况



资料来源：公司年报

● 政府参股，协助运营

政府参股也为金陵药业提供了一定的政策保障，比如为宿迁人民医院保持事业编防止人才流失，在2010年之前给予所得税免收政策等，2010年后给予所得税先征后返（返一半）的优惠政策等。

2.1.2、品牌护城河助力续写高增长神话

宿迁医院的合作经营模式相比于市场上其他医院，具备极强的竞争力，鼓楼医院利用品牌和公立医院运作模式吸引足够的就诊量，金陵药业运用企业管理理念灵活用人机制和提高医院资本回报率，这一合作模式已经打造出独有的“金陵鼓楼”品牌护城河，具备极强的竞争力，比当地同等级医院对病人更具吸引力，未来宿迁医院将保持高于宿迁市整体医疗服务量的增速。

宿迁医院单体规模已经较大，市场可能认为其增长面临瓶颈，我们认为未来其还能保持高速增长，一是宿迁市的医疗消费潜力仍然较大；二是宿迁老区床位利用率已经近150%，随着新院区运营可承载更多服务量；三是医院升级三甲可期，未来可以开展更多项目提升业务量；四是医院不会受新建公

立三甲医院影响。

➤ 宿迁市医疗消费潜力还可继续挖掘

宿迁市人均医疗服务资源尚低于苏北五市的平均水平，未来可提升空间较大。

表 7：宿迁市人均医疗服务资源尚低

	千人卫技人员	千人病床数
宿迁	4.4	3.96
苏北五市	4.89	4.49
徐州	5.09	5.03
盐城	4.56	4.23
淮安	5.77	4.89
连云港	4.64	3.97

资料来源：宿迁市卫生局

人均可支配收入增加及宿迁市人口老龄化将成为驱动医疗服务量继续增长的动力。

图 13：宿迁市人口老龄化趋势明显

人口结构比	2010 年	较 2000 年变化
0-14 岁	18.91%	下降 7.25pp
15-64 岁	70.81%	上升 4.49pp
65 岁以上	10.22%	上升 2.76pp

资料来源：中国统计年鉴，2010 年人口普查数据

图 14：宿迁市人均收入和医疗资产投资不断增长

	2013 年	增长率 (%)
城镇居民人均可支配收入 (元)	18846	10.9
农民人均现金收入 (元)	10703	12.7
医疗资产投资 (亿元)	63.04	26.7

资料来源：宿迁市卫生局

2013 年，全市医疗机构诊疗人次数为 2520.33 万，比上年增长 256.5 万，增长 11.33%。其中医院增长 16%，高于整体增速。我们认为在上述驱动因素下，宿迁市医院类的医疗服务量未来能保持 15% 以上增速增长。

表 8：宿迁市诊疗人次与入院人数情况

	诊疗人次数 (万人次)		入院人数 (万人)	
	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
总计	2263.83	2520.33	57.89	66.26
其中：医院	1127.71	1308.11	57.6	66.07

资料来源：宿迁市卫生局

宿迁医院作为目前宿迁市品牌影响力最大的综合性医院，将受益于全市医疗服务量的增长。且在苏北地区三甲医院资源稀缺情况下，宿迁医院依托于鼓楼医院品牌，可以辐射周边城市，我们预计宿迁人民医院医疗服务量能获得

高于宿迁市整体的增长。

图 15: 苏北地区三甲医院分布情况



资料来源: 百度地图

➢ 新院区开张解决产能瓶颈，服务量将达现在的两倍

公司之前的床位利用率已经接近 140%，产能瓶颈突出，公司于 2013 年建成宿迁医院住院病房大楼，原来床位 840 张，新大楼落成后核定 1195 张，运营床位预计 1300-1400 张，诊疗次数将接近翻倍，产能无虞。

➢ 升级三甲可期，可开展项目将更多

宿迁医院在硬件上已经达到三甲标准，宿迁医院未来会发展省级重点专科以期在软件上达到三甲标准，我们预计三年内将获得升级。升级为三甲医院后，医院可以与鼓楼的高端医疗资源实现对接，开展更多项目，承载更多病人。

表 9: 公司有潜力升级为三甲医院

三甲医院指标	具体标准	公司现状	公司现状与三甲医院差距
医院硬件建设	三甲医院病床数达到 1000 张以上	新建大楼后病床数可达 1500 张	达标
重点科室建设	至少三个省重点科室	2014.4, 鼓楼医院生殖医学中心、骨科、神经外科、肿瘤科、普外科、神经内科和呼吸科主任分别与宿迁市医院的对应科室主任签订了对口支援责任书。未来 3 年帮助达标。	有潜力达标

资料来源: 鼓楼医院官网

➢ 合作模式已打造品牌护城河，有能力与当地医院竞争。

目前在宿迁市，有两家三甲医院，一个是中医院，一个是今年 7 月投入运营的公立三甲医院宿迁市第一人民医院，总设计床位 2000 张，该院距离宿迁人民医院约 5.8 公里，我们认为宿迁人民医院依托鼓楼医院品牌，品牌影响力大于新建医院，新建医院对宿迁人民医院的病人分流有限。同时从人力资源角度看，宿迁人民医院也不大可能面临重大人才流失风险，因为宿迁人民医院里医生可以享受鼓楼的医教资源，且保留了事业编，福利保障相当于公立医院，薪酬机制又较公立医院灵活，因此我们判断重要人员流失的可

能性不大。

受以上因素驱动，我们预计宿迁市人民医院收入在未来三年内仍将维持 20% 的增速，利润率参考国内成熟医院 15% 以上的情况，随着管理运营效率提升及三甲医院的升级，利润率还有向上提升的空间。

2.2、仪征医院续写医疗服务篇章

2012 年，公司投资 1.23 亿收购鼓楼仪征医院 68.33% 股权，续写医疗服务新篇章。公司从签署收购协议至办理工商变更登记历时不到 1 个月，相比之前收购宿迁医院快很多。鼓楼仪征医院前身是仪征化纤公司职工医院，1991 年经江苏省教委批准成为南京医科大学第三附属医院（三附院）。1994 年通过国家二级甲等医院评审验收。2012 年 6 月 12 日经扬州市卫生局《关于同意南京医科大学第三附属医院变更经营性质的批复》同意，变更为营利性医疗机构。与宿迁医院不同的是，仪征医院已经通过改制由自然人持股，这大大降低了收购的难度。

公司收购仪征医院是对宿迁模式进行复制。上市公司利用资金优势进行资本输出和固定资产投资，同时输入法人治理结构和企业管理理念提高管理效率；鼓楼医院输出技术和医疗品牌，提高医院名气和技术实力，对医院运营进行管理。仪征医院自收购以来收入不断增长，净利率也不断提升。

表 10：仪征医院收购前后收入和利润情况（万元）

时间	2012 年 8-12 月	2013 中报	2013 年报	2014 中报
收入	7883.16	9725.25	20960.67	11291.04
收入增长率				16.10%
净利润	248.62	306.67	784.50	491.93
利润增长率				60.41%
利润率	3.15%	3.15%	3.74%	4.36%

资料来源：公司公告

注：2012 年全年数据无

随着医疗服务规模扩大，公司先后成立了仪征市华康老年康复中心、仪征市华康医疗器械有限公司，以提高仪征医院病床周转率及医药服务效率。相对于仪征市其他二甲医院，仪征医院日门诊量水平低于平均水平。公司已经建成交仪征医院住院大楼，原来床位 410 张，新大楼落成后预计新增病床 500 张，诊疗次数将翻倍，未来几年收入将会高速增长。

江苏省苏北人民医院于 1994 年被评定为江苏省首批三级甲等综合医院，是江苏省扬州地区历史最久、规模最大、功能最全的一所综合性医院，拥有床位 2200 多张，是仪征医院的主要竞争对手。公司主要采取差异化竞争的战略，发挥自身比较优势，把苏北人民医院相对弱势的科室做强。鉴于仪征医院属于宿迁模式的复制，我们预计仪征医院未来 3 年收入增速将为 25% 以上，而利润率在管理效率提升状况下将不断提升。

2.3、收购安庆医院显示公司外延步伐加快

公司近期公告拟投资 1.5 亿收购安庆石化医院，收购安庆医院距收购仪征医

院仅一年多，显示公司在医疗服务的外延布局加快。石化医院前身是职工医院，与仪征医院的背景相同，石化医院收入规模约 2 亿，利润预计在 1000-1500 万之间，我们预计安庆医院的发展将复制仪征模式，未来收入和利润率将呈现同步上升趋势。

表 11：安庆石化医院基本情况

指标	具体情况
医院等级	二甲
医院规模	收入约 2 亿
历史服务量	年门诊 20 余万人次、出院 1 万余人次、手术 4000 多台次
院校背景	安庆医药高等专科学校附属医院、皖南医学院和安徽中医药大学教学医院
医院医保	医保定点
医院实际床位	562 张
特色科室	烧伤整形科、神经内科、肾脏内科、外科、耳鼻喉科、放射科、内分泌科
高端医疗设备	西门子 1.5T 超导型磁共振、64 排 128 层螺旋 CT、DR 等

资料来源：安庆石化医院官网

安庆市是安徽省的一个地级市，2010 年卫生局数据显示，门诊诊疗人次 1097 万，出院人数 43 万，医疗服务需求空间大。安庆市区综合医院有四个，其中 2 个是三甲综合医院，从医院运营来看，四大综合医院病床使用率均接近 100%，显示医院都是满负荷运转，医疗需求存在增长空间。石化医院得到金陵鼓楼的资金和技术输出后，我们认为品牌效应将吸引更多患者就诊。

表 12：安庆市综合医院情况

医院名称	等级	分类	病床使用率 (%)	治愈好转率 (%)	CT 检查阳性率 (%)	门诊均次费用 (元)	出院患者平均住院费用 (元)
安庆市立医院	三级甲等	综合	135.6	97.8	87	201.62	8949
安庆市第一人民医院	三级甲等	综合	104.3	99.1	81	229.03	9203
安庆市第二人民医院	二级甲等	综合	98	99	74	160	5282
安庆市石化医院	二级甲等	综合	98.1	98.7	72.8	224.15	7987.14

资料来源：安庆市卫生局

2.4、政策春风来袭，“金陵鼓楼”模式外延可期

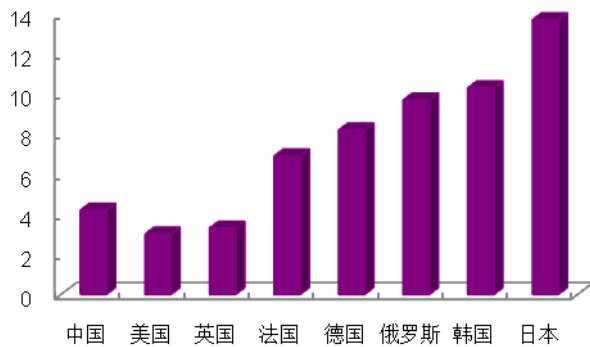
国家对社会资本进入民营资本鼓励的态度已由试点转为全面铺开，我们认为金陵药业将核心受益。

2.4.1、民营资本进入医疗服务的外部环境较好

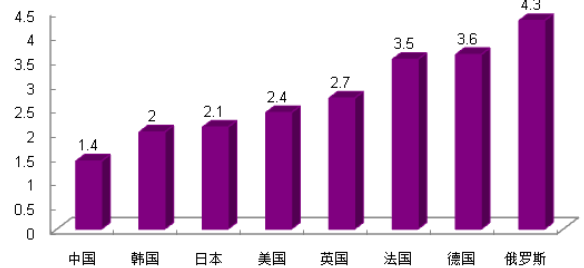
从全国来看，全国医疗卫生外部环境与当初宿迁医改的外部环境存在相似之处。首先，人们的潜在医疗需求巨大。

图 16：我国医疗资源与世界主要国家和地区比较（每千人口医院病床数）

图 17：我国医疗资源与世界主要国家和地区比较（每千人口医师数）



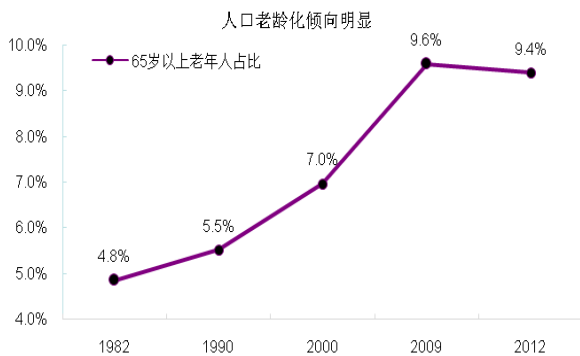
资料来源：中国卫生统计年鉴



资料来源：中国卫生统计年鉴

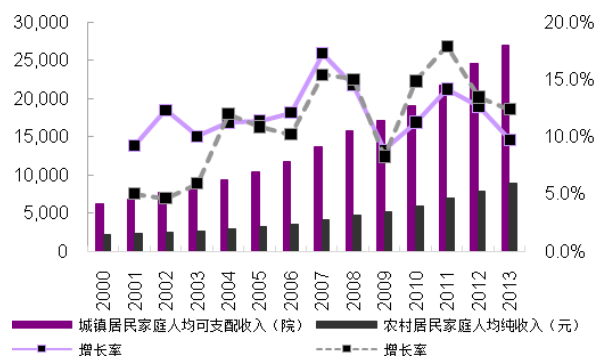
第二，随着医保覆盖率增加、老龄化趋势、人均收入增加和保健意识增强，医疗需求还有逐渐提升的趋势。

图 18：人口老龄化倾向明显



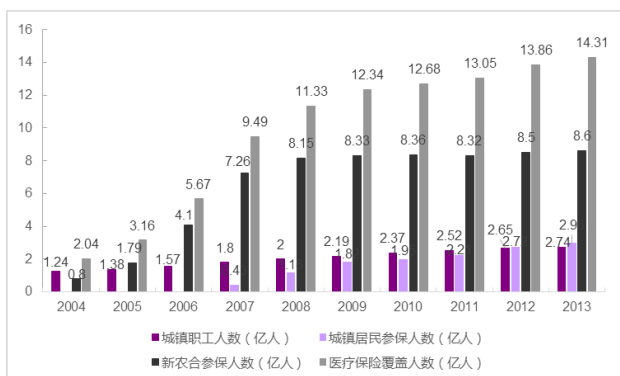
资料来源：公司公告

图 19：居民人均收入逐步增加



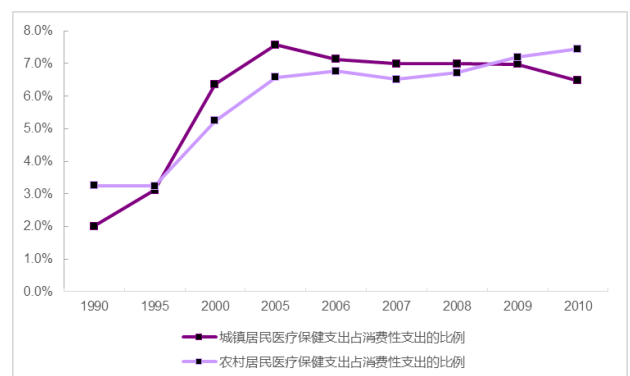
资料来源：中国卫生统计年鉴

图 20：医保覆盖率提高



资料来源：中国卫生统计年鉴

图 21：居民卫生健康意识逐步加强



资料来源：中国卫生统计年鉴

第三，从各个公立医院的经营状况看，尤其是二级医院，大多为县区级医院，政策规定全面实施基本药物零差率，以药补医机制被切断，然而政府承诺的财政补贴又难以兑现，导致部分县级医院经营出现较大问题，该类医院有较

大的被改制需求。

第四，从政策来看，政府对民营医院的鼓励已经从 2003 年的宿迁民营医院试点扩大为对全国民营医院的鼓励。

2012 年政府首次提出到 2015 年非公立医疗机构床位数与服务量占总量的 20%，目标值较现在的 10% 需要翻番，同时 2014 年政府首次出台社会资本办医细则《关于加快社会资本办医的若干意见》，这释放出了政府加快民营医院改革的决心。

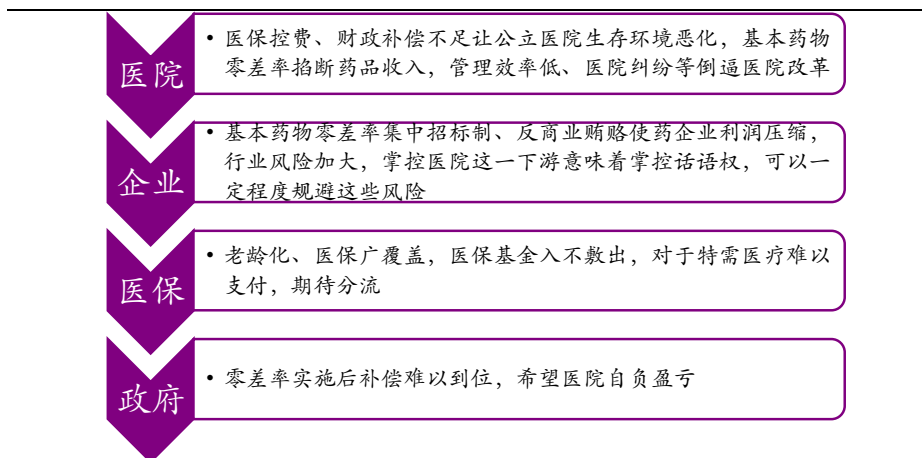
表 13: 政策鼓励社会资本办医，力度逐渐加大

外国政策	原来	现在
准入	鼓励和引导社会资本办医，无明确目标	鼓励社会力量参与，有明确目标，2015 年，非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的 20%
审批	非公立医疗机构设置要符合卫生区域规划	部分地区取消新增医疗机构距离限制，可以自主选择低端，良性竞争，优胜劣汰
自主定价	营利性医院提供的医疗服务实行自主定价	非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价
人才	(口号式) 完善和推进医生多点执业制度，鼓励医生在各类医疗机构之间合理流动和在基层开设诊所，为群众提供便捷的医疗卫生服务	(提出要制度化，并且明确了制度化的重点) 制定规范的医师多点执业指导意见，重点明确医师多点执业的条件、注册、执业、责任分担等有关内容。
税收优惠	免征营业税；3 年内免征：自产自用制剂增值税、自用的房产、土地、车船免征房产税、城镇土地使用税和车船使用税，公益性支出可抵税；	
补贴	非公立医疗机构用水、用电、用气、用热实行与公立医疗机构同价政策。各地对非营利性医疗机构建设免于征收有关行政事业性收费，对营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费。	

资料来源：国务院、卫计委网站，光大证券研究所

从各个微观主体来看，社会资本涉足医院，符合医院、医药、医保、政府的四方诉求，我们预计社会资本办医的风将越刮越猛。

图 22: 社会资本办医符合多方利益诉求



资料来源：光大证券研究所

2.4.2、金陵鼓楼模式可复制性强，外延可期

外部环境比较好，但是社会资本进入医疗服务领域也非易事，我们在深度报告《掘金医院产业链》里分析得出结论，民营资本举办医院需要突破两大核心障碍，政策准入壁垒堪称民营资本进入医院的“**No.1 难关**”。获得入场券后，非公立医疗机构如何在市场上竞争和立足是民营资本的“**No.2 难关**”。纵观目前进军医疗服务领域的公司，均是具备了相应的要素，才能在医疗服务领域有所布局。

表 14：医疗服务公司

	医院类型	资金优势	政府关系	有中心医院	有可持续医师培养模式
复星医药	综合医院	有	有		无
金陵药业	综合医院	有	有	有	有
爱尔眼科	眼科专科连锁	成立产业基金		有	合伙人计划，爱尔眼科学院
信邦制药	综合医院		有（贵阳）	有	与贵医合作，医生多点执业

资料来源：光大证券研究所

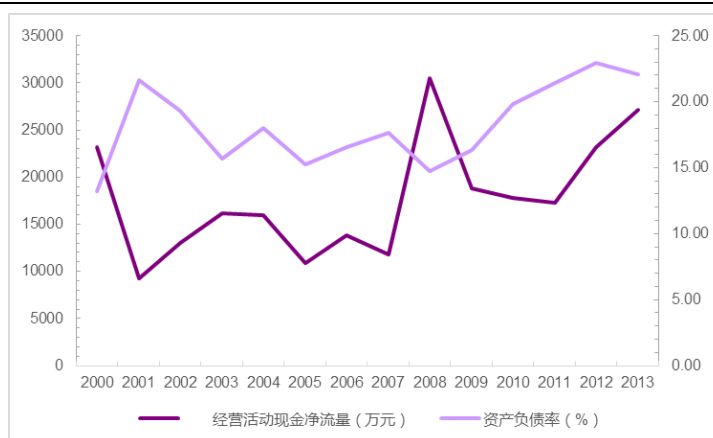
我们认为“金陵鼓楼合作医疗服务”模式能有效突破这两个难关，首先在准入上它的国企背景和良好的医院经营口碑比其他民营机构更易突破准入壁垒，在经营中，它依托鼓楼品牌及引进鼓楼人员技术，比当地同等级医院对病人更具吸引力。

金陵的核心竞争力将持续存在，公司资本金充裕，依托江苏最大最有名的鼓楼医院品牌，背靠国资委背景，“金陵鼓楼”模式可复制性强。

➤ 资金充足，外延无虞

公司自上市以来，一直保持着较为稳定的经营现金流及较低的财务杠杆，加上公开募集资金后现金流非常充足，账上现金 7.5 亿。

图 23：金陵药业财务杠杆较低且现金流量较为稳定



资料来源：公司公告

➤ 背靠大医院品牌和管理输出，关系牢固

公司与鼓楼医院的合作是政府牵头，鼓楼医院各位院长共同筹划完成，从之前合作结果来看，可谓达到了多方共赢，未来这一模式还可继续持续。

➤ 金陵+鼓楼模式成熟，可复制性强

在“金陵鼓楼”的合作模式中，金陵和鼓楼都是发挥自己特长，金陵做最擅长的财务管理，鼓楼做最擅长的医院管理，随着对宿迁和仪征两个医院的摸索，这一合作模式更加成熟，未来的外延扩张只需要复制这一模式，收购和管理医院于公司是轻车熟路。

从外延的范围来看，我们预测以鼓楼为辐射中心的二级医院将是公司潜在合作对象。

表 15：收购医院以二级医院为主

医院等级	收购数量	原因
三级	少	各级政府暂不鼓励优质医疗资源改成营利性机构
二级	主要	规模中等，资金吃得下，面对的政策也相对宽松
一级	少	太小，公司管理经验不适用

资料来源：光大证券研究所

我们仅以鼓楼中心 120 公里为地理辐射，医院标的就达 24 个。卫生局数据显示江苏省和安徽省 2012 年二级公立医院数量分别为 203 和 210，公司外延可选择的标的较多。

表 16：江苏、安徽省部分二级医院情况

地域范围（以南京市为中心）	医院名称	所在地区	性质	特色
120 公里以内	南京市六合区人民医院	南京市（江苏省）	二级甲等综合	创伤急救
	南京市建中中医院		二级甲等公立综合	中医
	高淳中医院		二级甲等综合	中医，骨外科、针灸科、肛肠科、内、儿科
	溧水区人民医院		二级甲等综合	集医疗、科研、教学、康复、保健为一体
	扬州市江都市中医院	扬州市（江苏省）	二级甲等公立综合	中医
	高邮市中医院		二级甲等公立综合	中医
	宝应县中医院		二级甲等公立综合	中医
	仪征市中医院		二级甲等公立综合	中医
	泰州市第四人民医院	泰州市（江苏省）	二级甲等公立综合	脑科
	兴化市中医院		二级甲等公立综合	中医
	姜堰市中医院		二级甲等公立综合	中医
	镇江市第二人民医院	镇江市（江苏省）	二级甲等公立综合	康复科、骨科
	扬中市人民医院		二级甲等公立综合	胸外科
	句容市中医院		二级甲等公立综合	中医
	镇江市润州区人民医院		二级甲等公立综合	肾病专科
	金坛市中医院	常州市（江苏省）	二级甲等公立综合	中医
	溧阳市中医院		二级甲等公立综合	中医
	天长市中医院	滁州市（安徽省）	二级甲等公立综合	中医
	滁州市中医院		二级乙等公立综合	中医
	马鞍山市妇幼保健院暨市第二人民医院	马鞍山市（安徽省）	二级甲等公立综合	集医疗、预防、保健、教学和科研为一体
马鞍山十七冶医院	二级甲等公立综合		集医疗、教学、科研和预防保健为一体	
芜湖县中医院	二级甲等公立综合		中医	

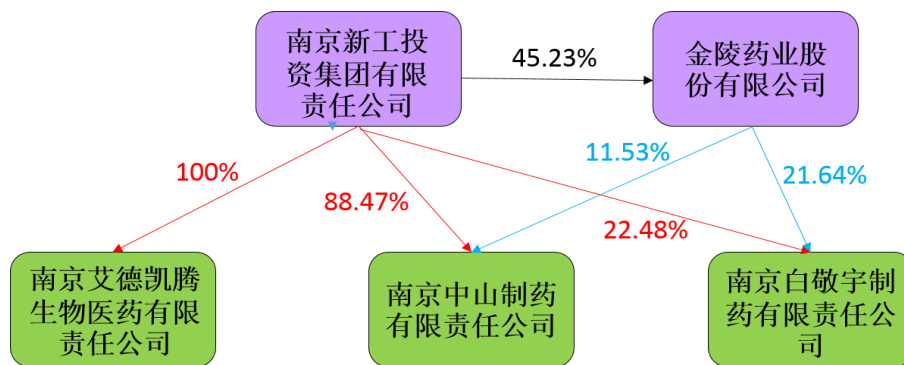
	南陵县中医院	芜湖市（安徽省）	二级乙等公立综合	中医
	宣城市第二人民医院	宣城市（安徽省）	二级甲等公立综合	综合

资料来源：百度地图

3、大股东新工集团有望进行业务整合，资产注入可期

公司大股东新工集团下属的医药制造业务主要经营主体除金陵药业股份有限公司外，还有南京中山制药有限责任公司、南京白敬宇制药有限责任公司、南京艾德凯腾生物医药有限责任公司。其中白敬宇制药和中山制药公司也有参股。

图 24：新工集团旗下医药制造业务结构图



资料来源：公司公告

今年 8 月，新工集团就同业竞争问题提出解决方案：如上述公司在三年内实现盈利，集团承诺在三年内，优先但不限于按照下述方式解决业已存在的同业竞争：通过资产收购、股权转让等途径将本公司持有的中山制药、白敬宇制药和艾德凯腾股权置入金陵药业或转让至无关第三方。

中山制药主要品种有妇产科用药、肠胃用药、骨科用药、增强免疫用药以及其他常见多发病用药 5 个系列。白敬宇制药现有注册产品 120 个，其中原料药 27 个，制剂药 93 个。制剂药有片剂、膏剂、胶囊剂、散剂、酞剂、混悬液剂、凝胶剂等 15 个剂型，主要产品有心脑血管、祛痰镇咳、抗感染、维生素类、眼用膏剂等系列品种。艾德凯腾与凯基生物科技同属新工集团医药产业研究院，专业从事新药发现、研究、注册、临床 CRO 及生物试剂研发、生产、销售，能够为生物医药相关领域提供 500 多项专业技术服务。

表 17：新工集团下属主要产品潜在竞争业务

主要产品	医保分类	适应症	竞争产品	医保分类	适应症
------	------	-----	------	------	-----

金陵药业 ——脉络宁	甲类	适用于治疗血栓闭塞性脉管炎、动脉硬化性闭塞症、脑血管形成及后遗症、多发性大动脉炎、四肢急性动脉栓塞症、糖尿病坏疽、静脉血栓形成及血栓性静脉炎等。经过较长时期的临床观察，本品对治疗周围血管闭塞症，脑血管闭塞性疾病有较好的疗效。	白敬宇制药 (9种心血管药物) ——桂利嗪片 (脑益嗪片)	乙类	用于脑血栓形成、脑栓塞、脑动脉硬化、脑出血恢复期、蛛网膜下腔出血恢复期、脑外伤后遗症、内耳眩晕症、冠状动脉硬化及由于末梢循环不良引起的疾病等治疗。近年来有关文献报道，可用于慢性荨麻疹，老年性皮肤病、瘙痒等过敏性皮肤病。
金陵药业 ——胃得安	甲类	和胃止痛。用于胃痛，胃酸偏多者	中山制药 (3种肠胃用药) 白敬宇制药 (4种肠胃用药) ——硫糖铝片	乙类	用于慢性胃炎及缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感(烧心)、反酸。

资料来源：公司官网

公司披露的 14 年中报显示，联营企业白敬宇制药半年度实现营业收入 26424.52 万元，同比增长 3.08%，净利润 1312.64 万元，同比略有下降，但基本持平。

表 18：白敬宇制药盈利情况（万元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014H1
营业收入	/	/	/	46074.97	47986.84	26424.52
增长率	/	/	/	/	4.15%	3.08%
净利润	1352.57	2688.13	1524.58	1664.85	1959.05	1312.64
增长率	/	98.74%	-43.28%	9.20%	17.67%	-0.84%

资料来源：wind，光大证券研究所

新工集团医药研究院提供良好研究平台。公司近年研发投入较低，而且呈现下降趋势，新工集团旗下医药研究院具有较强的研发能力，可以为公司发展提供良好的研发平台。

表 19：金陵药业研发投入情况（万元）

	2012 年	2013 年	2013H1	2014H1
研发投入	3385.27	3641.20	1427.11	1277.94
增长率	/	7.56%	/	-10.45%
占收入比例	1.47%	1.40%	1.12%	0.92%

资料来源：公司公告

表 20：新工集团旗下医药研发能力情况

企业	企业特点	在研项目	取得成果	合作方
艾德凯腾	以产业化为目的、实施研发和孵化并重、企业化运行的孵化型生物医药产业研究院。拥有生物医药研发与研发外包、生物试剂与医学诊断及专业化服务三大核心业务		公司成功开发新药技术 120 余项，开展一类创新药物 4 项，累计获得 SFDA 生产、注册批件 26 张，获国家、省、市各类科技项目 50 余项，拥有国内外发明专利 41 项	与南京大学陈洪渊院士、东南大学张耀明院士和清华研究院姚新生院士开展产学研合作；与英国 Cels、英国 Technology links2、美国 XBL、先声药业、扬子江药业、宁波立华、南工大、药科大、医科大、鼓楼医院等企业单位建立战略合作

凯基生物	专业从事生物试剂研发、生产、销售和技术服务的国有公司，隶属于南京新工集团医药研究院，是国家科学技术部国际技术合作基地、江苏省生物医药科技公共服务共性平台、江苏省生物医药孵化器、江苏省企业院士工作站、江苏省及南京市生物诊断试剂工程中心。是科研试剂和技术服务的专业供应商		完成 20 余项国家、省市各类科技项目，申请包括国际专利在内的 9 项专利。生命科学通用工具库中的细胞凋亡检测试剂盒与蛋白免疫类产品是公司的主营品种。2010 年，凋亡产品在国内市场占有率达 20%，在中国国产品牌中排行第一	与南京江宁（大学）科教创新园及南京百联生物医药企业孵化器管理有限公司战略合作，构建八大技术服务平台
白敬宇制药	生产化学原料药及制剂药的综合性制药公司，首批“中华老字号”和江苏省高新技术企业	在研品种 32 余个，其中原料药 14 个，制剂药 18 个，研发中心同时承担产品工艺的改进等工作。在研主要制剂药有治疗高血压新药缙沙坦氨氯地平片，该品种为国内首家仿制，即将取得生产批件；避孕药系列有米非司酮片、去氧孕烯炔雌醇片等 4 个品种。另有三类新药抗癌药甲磺酸伊马替尼原料及片剂、糖尿病用药米格列奈钙原料及片等均已进入申报注册阶段，即将上市。在研的主要原料药品种有扎托布洛芬、沙格雷酯、雷奈酸锶、度洛西汀、米格列奈钙等	公司现有注册产品 120 个，其中原料药 27 个，制剂药 93 个。制剂药有片剂、膏剂、胶囊剂、散剂、酞剂、混悬液剂、凝胶剂等 15 个剂型，主要产品有心脑血管、祛痰镇咳、抗感染、维生素类、眼用膏剂等系列品种，有 26 个产品进入国家基本药物目录	GSK 等
中山制药	南京医药产业集团（中国 500 强企业第 295 位）旗下中药制药骨干企业	在研品种 5 个	拥有国家中药保护品种 1 个，取得新药证书 8 个，南京市高新技术产品 2 个、自主创新产品 2 个，获专利授权 19 项，其中 15 项发明专利，4 项外观设计专利，并先后承担过国家 863 项目、国家新药基金项目、国家火炬计划项目、江苏省及南京市科技项目等	

资料来源：公司官网

我们认为以上三个集团资产，收购的决定权在金陵药业，资产注入可期。

4、公司股价明显低估

4.1、关键假设及盈利预测

金陵药业药品与医疗服务两项业务相对独立。我们分别按照药品和医疗服务两个子行业的估值对公司两项业务进行定价，进而得出比较合理的公司整体价值。脉络宁和医疗服务占据了公司利润的 90% 以上，因此我们以脉络宁和医疗服务分项业务来粗略测算公司目标价。

关键假设如下：

1. 脉络宁 14-16 年收入增速 17.8%、15% 和 8%，利润率分别为 19.00%、19.00% 和 18.90%
2. 宿迁医院 14-16 年收入增速分别为 9.56%（14 年受新楼搬迁影响）、20%

和 20%，利润率分别为 12.20%、12.70%和 13.20%

- 仪征医院 14-16 年收入增速分别为 7.7%（新院区培育期）、25%和 30%，利润率分别为 4.40%、5.60%和 6.10%
- 安庆医院我们假设 15 年收购落地开始并表，15-16 年收入分别为 2.3 亿和 2.5 亿，利润率分别为 6.50%和 7.20%

盈利预测与估值：

PE 相对估值见表 22 和表 23：我们按照 2015 年的 PE 进行估值，给予脉络宁的 PE 为 22 倍，各医院正处于收入利润率快速提升阶段，因此给予医院一定的估值溢价，平均 PE 为 60 倍，合计总市值 95 亿元，股本 5.04 亿股，合理目标价为 18.80 元。我们预测公司 14-16 年 EPS 分别 0.42、0.53 和 0.60 元，给予“买入”评级。

表 21：公司分业务 估值

分项	预测销售收入（百万）			预测净利率			预测净利润（百万）			15 年预测 行业平均 PE	分行业对 应市值（百万）
	14 年	15 年	16 年	14 年	15 年	16 年	14 年	15 年	16 年		
脉络宁	775.10	868.12	937.57	19.00%	19.00%	18.90%	147.27	164.94	177.20	22	3628.73
宿迁医院（归母公司）	470.58	564.70	677.64	12.20%	12.70%	13.20%	57.41	71.72	89.45	60	4302.98
仪征医院（归母公司）	154.30	192.88	250.74	4.40%	5.60%	6.10%	6.79	10.80	15.30	60	648.07
安庆医院		230.00	250.00		6.50%	7.20%		14.95	18.00	60	897.00
合计	624.88	757.58	928.38				211.47	262.41	299.94		9476.79

资料来源：公司年报，wind

中药公司和医疗服务公司的 PE 预测如下所示

表 22：中药公司 PE

代码	名称	收盘价	EPS			PE		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016
000999.SZ	华润三九	22.11	1.32	1.52	1.74	17	15	13
002317.SZ	众生药业	21.60	0.65	0.84	1.08	33	26	20
002412.SZ	汉森制药	18.49	0.47	0.59	0.73	39	31	25
300039.SZ	上海凯宝	15.45	0.62	0.76	0.95	25	20	16
600252.SH	中恒集团	14.22	0.88	1.09	1.30	16	13	11
600422.SH	昆明制药	26.67	0.90	1.16	1.44	29	23	19
600535.SH	天士力	41.35	1.38	1.76	2.23	30	24	19
600557.SH	康缘药业	27.18	0.76	0.97	1.22	36	28	22
600594.SH	益佰制药	37.00	1.41	1.84	2.35	26	20	16
					行业平均 PE	28	22	18

资料来源：wind

表 23：医疗服务公司 PE

代码	名称	收盘价	EPS			PE		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016
002390.SZ	信邦制药	25.17	0.33	0.45	0.59	76	55	43
300015.SZ	爱尔眼科	27.66	0.47	0.62	0.80	59	45	34

300244.SZ	迪安诊断	43.93	0.59	0.85	1.18	74	52	37
600763.SH	通策医疗	48.05	0.73	0.94	1.22	66	51	39
					行业平均 PE	69	51	38

资料来源: wind

4.1、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 假设长期增长率为 2%
- 2、 β 值选取: 采用申万二级行业分类-医疗服务的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 19.92%

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.52
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	7.28%
税率	19.92%
Kd	5.29%
Ve	5,998.7
Vd	111.0
目标资本结构	1.82%
WACC	7.24%

资料来源: 光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	931.87	9.56%
第二阶段	2,041.94	20.94%
第三阶段 (终值)	6,775.50	69.50%
企业价值 AEV	9,749.31	100.00%
加: 非经营性净资产价值	430.96	4.42%
减: 少数股东权益 (市值)	802.84	-8.23%
减: 债务价值	110.96	-1.14%
总股本价值	9,266.47	95.05%
股本 (百万股)	504.00	-
每股价值 (元)	18.39	-
PE (隐含)	43.32	-
PE (动态)	35.60	-

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.24%	20.24	21.90	23.94	26.54	29.93
6.74%	17.99	19.29	20.86	22.80	25.26
7.24%	16.12	17.15	18.39	19.88	21.72
7.74%	14.54	15.38	16.36	17.53	18.95
8.24%	13.20	13.88	14.68	15.61	16.72

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	18	13	—	30	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	6	5	—	9	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	8	6	—	12	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	18	13	—	30	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	9	8	—	12	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	16	13	—	23	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

5、股价驱动因素

管理层激励基金推出将激励管理层推动业绩增长

宿迁医院和仪征医院新大楼运营，业绩将持续高速增长

收购安庆医院，增厚公司业绩

6、风险分析

脉络宁降价风险

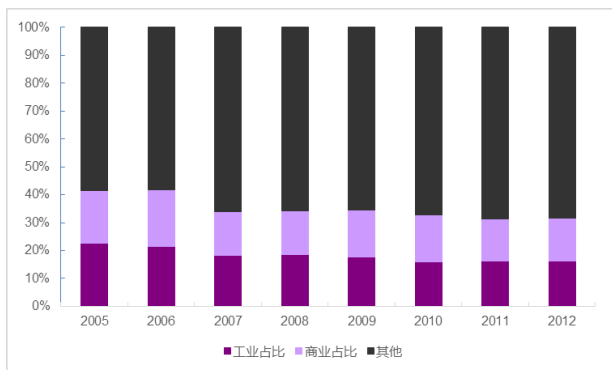
7、附录

南京新工集团相关资料

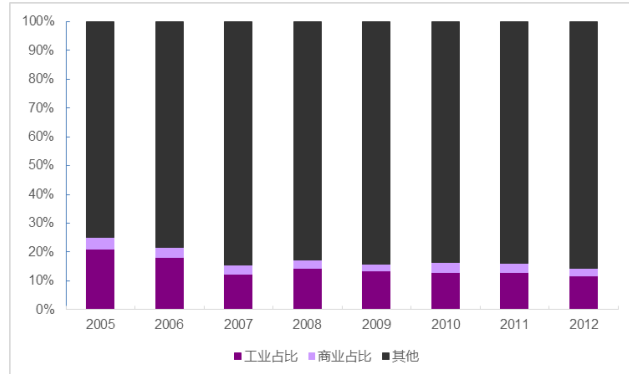
2011年末江苏省国有资产总量超过1.4万亿，南京市拥有7000多亿，占全省比例接近50%，在全省各市中排名第一。然而国有企业存在资源分散、管理层级复杂、结构不合理、资产负债率高等问题。2012年6月六大市属国有企业集团宣告成立，将国有企业进行模块式分类管理，进行产业整合，压缩管理层级，提高运营效率。

图 25：江苏省国有企业数量结构

图 26：江苏省国有资产总量结构



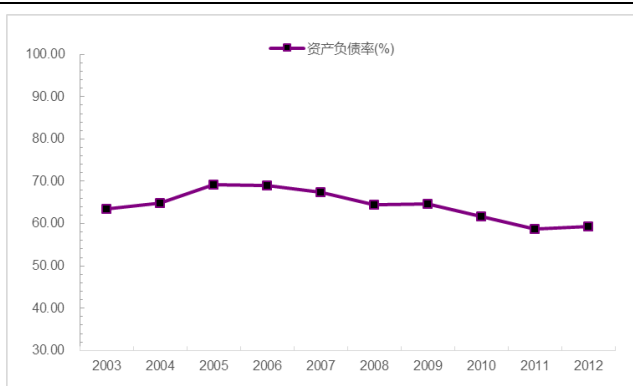
资料来源: wind



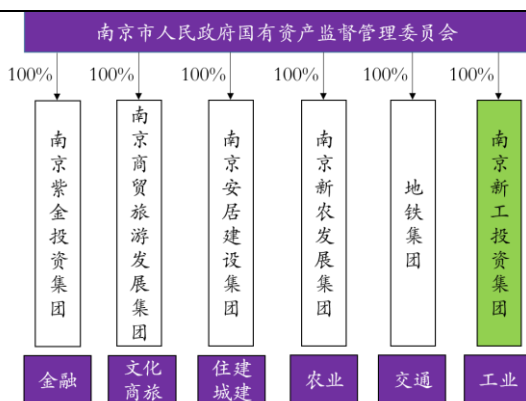
资料来源: wind

图 27: 江苏省国有企业资产负债率情况

图 28: 六大市属国有企业集团



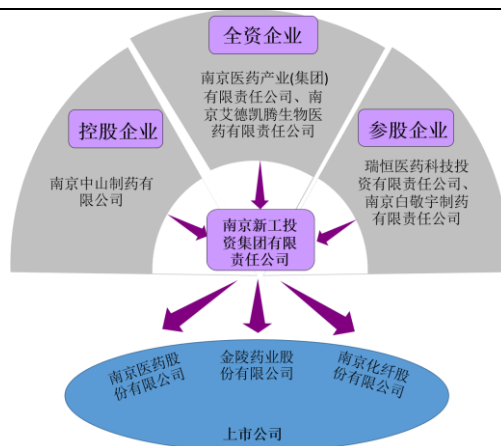
资料来源: wind



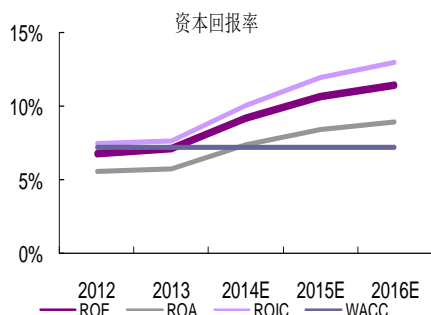
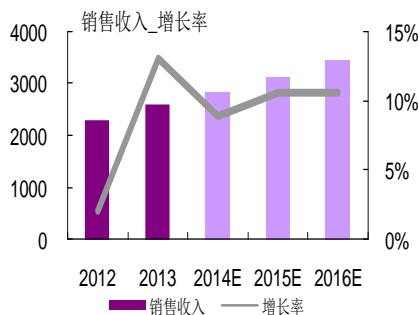
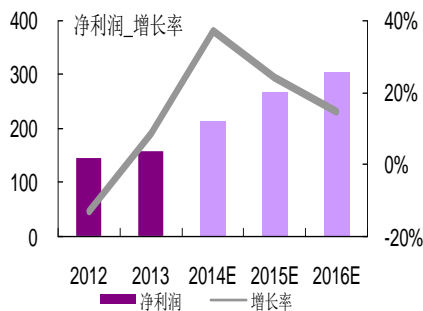
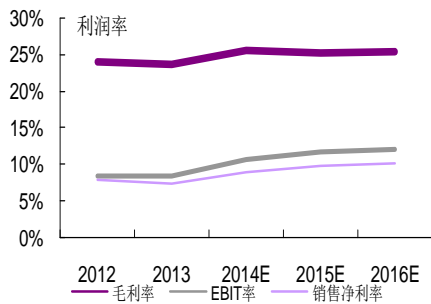
资料来源: 南京市政府官网

南京新工投资集团有限责任公司(简称新工集团)是由机电、轻纺、城建、医药四大产业集团重组成立的市属大型国有企业集团。集团一级全资、控股企业 19 家, 参股企业 31 家, 二、三、四级子企业共 176 户, 其中上市公司 3 家, 分别为南京化纤股份有限公司、南京医药股份有限公司(医药流通企业)以及金陵药业股份有限公司。“十二五”期间, 集团将以“液晶显示、生物医药、装备制造和现代服务业”为核心产业, 建成一批具有产业带动、产业集聚作用的大基地、大产业、大项目, 成为推动全市产业结构调整 and 工业转型升级的主力军。到“十二五”期末, 集团将实现营业收入年度平均增长 20%, 重点企业高于同行业平均增长水平, 投资总额将达到 180 亿元以上, 融资超过 100 亿元以上, 引导带动各类投资达到 500 亿元以上。

图 29: 新工集团医药集团结构



资料来源：公司官网



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,305	2,606	2,837	3,139	3,472
营业成本	1,753	1,991	2,111	2,345	2,588
折旧和摊销	68	80	96	100	103
营业税费	11	11	12	12	13
销售费用	127	130	133	132	139
管理费用	221	250	272	283	312
财务费用	-4	-7	-7	-12	-16
公允价值变动损益	31	2	3	3	3
投资收益	-10	17	0	0	0
营业利润	218	246	313	384	437
利润总额	224	242	317	387	440
少数股东损益	36	34	40	44	48
归属母公司净利润	143.56	155.89	213.90	265.91	304.67

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	3,199	3,304	3,418	3,676	3,933
流动资产	2,006	2,057	2,192	2,488	2,798
货币资金	976	945	933	1,165	1,366
交易型金融资产	30	88	50	50	50
应收帐款	338	363	380	439	478
应收票据	201	238	316	304	347
其他应收款	14	10	12	15	15
存货	378	372	445	481	521
可供出售投资	4	3	3	3	3
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	72	81	81	81	81
固定资产	697	913	900	871	826
无形资产	104	101	96	91	87
总负债	733	730	670	727	762
无息负债	615	568	638	694	730
有息负债	118	162	32	32	32
股东权益	2,466	2,574	2,747	2,950	3,171
股本	504	504	504	504	504
公积金	754	763	763	763	763
未分配利润	864	935	1,068	1,227	1,400
少数股东权益	343	372	412	456	504

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	232	271	229	385	364
净利润	144	156	214	266	305
折旧摊销	68	80	96	100	103
净营运资金增加	-138	145	173	83	157
其他	159	-110	-254	-65	-201
投资活动产生现金流	-99	-177	-37	-57	-47
净资本支出	-185	-143	-80	-60	-50
长期投资变化	72	81	0	0	0
其他资产变化	14	-114	43	3	3
融资活动现金流	-97	-119	-203	-96	-115
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2	44	-129	0	0
无息负债变化	98	-47	70	56	35
净现金流	36	-25	-12	232	201

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.12%	13.05%	8.89%	10.63%	10.60%
净利润增长率	-13.10%	8.59%	37.21%	24.31%	14.57%
EBITDA/EBITDA 增长率	-21.16%	14.65%	33.56%	17.23%	11.23%
EBIT/EBIT 增长率	-28.41%	13.72%	38.24%	21.31%	13.38%
估值指标					
PE	53	49	36	29	25
PB	4	3	3	3	3
EV/EBITDA	30	27	20	17	15
EV/EBIT	41	37	27	22	19
EV/NOPLAT	51	47	33	27	24
EV/Sales	3	3	3	3	2
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	23.94%	23.60%	25.60%	25.29%	25.46%
EBITDA 率	11.33%	11.49%	14.10%	14.94%	15.02%
EBIT 率	8.39%	8.44%	10.72%	11.75%	12.05%
税前净利润率	9.71%	9.30%	11.16%	12.33%	12.68%
税后净利润率 (归属母公司)	6.23%	5.98%	7.54%	8.47%	8.78%
ROA	5.60%	5.75%	7.42%	8.43%	8.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.76%	7.08%	9.16%	10.66%	11.42%
经营性 ROIC	7.47%	7.61%	10.05%	11.97%	13.02%
偿债能力					
流动比率	2.87	3.03	3.54	3.69	3.94
速动比率	2.33	2.48	2.82	2.97	3.21
归属母公司权益/有息债务	18.04	13.61	72.28	77.18	82.54
有形资产/有息债务	25.78	19.42	100.90	109.05	117.13
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.28	0.31	0.42	0.53	0.60
每股红利	0.15	0.16	0.21	0.26	0.30
每股经营现金流	0.46	0.54	0.45	0.76	0.72
每股自由现金流(FCFF)	0.33	-0.07	0.18	0.50	0.46
每股净资产	4.21	4.37	4.63	4.95	5.29
每股销售收入	4.57	5.17	5.63	6.23	6.89

资料来源：光大证券、上市公司

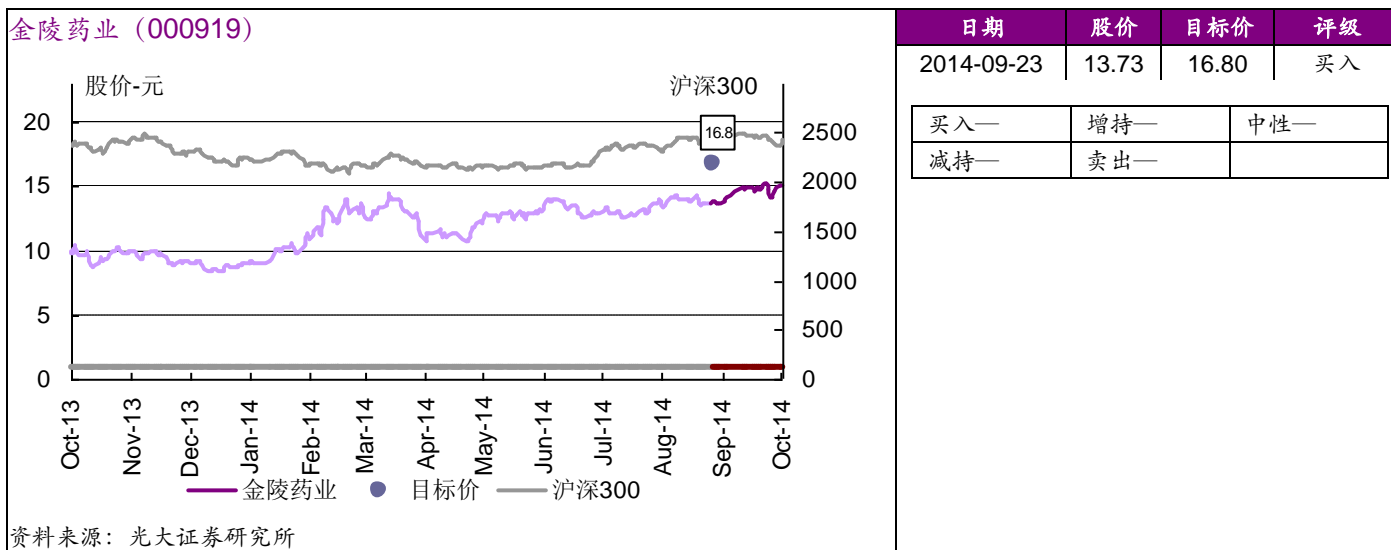
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebscn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebscn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebscn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83553249	-	huanglh@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebscn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebscn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebscn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebscn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com

